

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, *FREE CASH FLOW* DAN  
KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN**



**SKRIPSI**

**Diajukan Untuk Melengkapi Tugas Dan Memenuhi Syarat-Syarat Guna Mencapai  
Gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi  
Universitas Sebelas Maret Surakarta**

**Disusun oleh:**

**Ari Hidayat Yulianto  
NIM: F.1305525**

**PROGRAM S1 AKUNTANSI NON REGULER  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS SEBELAS MARET  
SURAKARTA  
2010**

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang**

Pembiayaan merupakan elemen terpenting utama dalam sebuah perusahaan, dengan dana yang dimiliki perusahaan dapat mencapai tujuan utamanya, yaitu menghasilkan keuntungan. Manajer bertugas membuat berbagai kebijakan yang berkaitan dengan aktivitas operasional perusahaan. Salah satu kebijakan tersebut adalah kebijakan struktur pembiayaan perusahaan. Keputusan untuk memilih struktur pembiayaan merupakan keputusan bidang keuangan yang paling penting bagi perusahaan.

Seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan dengan teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih. Hal ini karena masing-masing sumber pendanaan mempunyai konsekuensi finansial yang berbeda-beda. Proporsi penggunaan sumber dana internal dan eksternal dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan yang selanjutnya disebut dengan struktur modal menjadi sangat penting dalam manajemen keuangan perusahaan. Perusahaan harus memenuhi kebutuhan modalnya dengan memilih kombinasi sumber pendanaan yang dapat meminimalkan biaya modal tersebut, sekaligus memaksimalkan harga saham.

Tarjo dan Jogianto (2003) menyatakan bahwa kebijakan utang merupakan salah satu kebijakan yang dapat memunculkan konflik kepentingan antara manajemen dan investor. Konflik ini tidak dapat dilepaskan dari *free cash flow* yang ada di

perusahaan. Tarjo dan Jogianto (2003) menjelaskan bahwa pemilik perusahaan menginginkan *free cash flow* dalam rangka meningkatkan kesejahteraan dan kos perusahaan dibiayai dengan utang sedangkan manajemen menginginkan *free cash flow* diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan di masa datang. Investasi tersebut diharapkan dapat menambah insentif bagi manajemen karena ada kemungkinan untuk mendapat bonus dari investasi manajemen di perusahaan, jika *free cash flow* dibagikan kepada investor manajemen harus mencari sumber pendanaan lain yaitu dari utang. Sumber pendanaan dari utang mengandung resiko kegagalan karena berhubungan dengan kemampuan membayar kepada pihak eksternal.

*Free cash flow* merepresentasikan *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah dikurangi biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. *Cash flow* ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar utang, membeli kembali saham, membayar dividen atau menahannya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan. *Free cash flow* memudahkan perusahaan untuk mengukur pertumbuhan bisnis dan pembayaran kepada *shareholders*.

Utang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Pengambilan keputusan dalam penggunaan utang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari utang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang

saham biasa. Tingkat penggunaan utang suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya dengan menggunakan rasio utang terhadap ekuitas yaitu rasio jumlah utang terhadap jumlah modal sendiri. Rasio utang terhadap ekuitas (DER) disebut juga dengan *leverage*.

Almilia dan Sifa (2006) berpendapat bahwa masalah keagenan dalam perusahaan berkaitan dengan penggunaan *free cash flow*. Konflik keagenan dalam perusahaan harus diminimalkan agar tidak mengganggu kinerja perusahaan. Konflik keagenan dapat diminimalisir dengan beberapa cara, antara lain, menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan (Jensen : 1986), meningkatkan dividen untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal. Perusahaan diawasi oleh tim pengawas pasar modal atau kreditur sehingga manajer termotivasi mempertahankan atau meningkatkan kinerja (Almilia dan Sifa, 2006) dan meningkatkan dividen untuk memuaskan sebagian pemegang saham yang menyukai dividen besar.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Kepemilikan *institutional* seperti perusahaan asuransi, bank, dan institusi lainnya dapat mengurangi *agency*

*cost* sehingga mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Joher *et al* (2006) melakukan penelitian tentang struktur kepemilikan perusahaan terhadap rasio utang perusahaan. Dalam penelitian ini disebutkan bahwa pada dasarnya struktur kepemilikan perusahaan dikategorikan dalam tiga kategori yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kepemilikan oleh individu. Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan lembar saham perusahaan oleh institusi lain. Institusi tersebut dapat berupa perusahaan, bank, lembaga pensiun, perusahaan asuransi dan institusi lainnya. Kepemilikan institusional yang besar akan meningkatkan aspek pengawasan terhadap manajer yang membuat manajer menjalankan strategi perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan.

Almilia dan Sifa (2006) menyatakan bahwa dua bentuk hubungan keagenan yang terpengaruh oleh kebijakan dividen adalah hubungan pemegang saham-kreditur dan hubungan manajer-pemegang saham. Dalam konflik antara manajer, kreditur, dan pemegang saham diasumsikan pada pihak yang sama antara pemegang saham memilih dan mengangkat dewan direksi yang bertugas mengangkat, mengkompensasi dan memecat manajer sehingga dianggap efisien untuk menyamakan tujuan manajer dengan tujuan pemegang saham. Dengan demikian semua keputusan manajer konsisten dengan keinginan pemegang saham.

Haruman (2008) berpendapat implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dalam perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal dan eksternal. Perusahaan memiliki beberapa alternatif

pembiayaan untuk menentukan struktur modal yang tepat. Fungsi utama dari aktivitas pendanaan adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang pada akhirnya tercermin pada harga sahamnya.

Wahyudi dan Pawestri (2006) dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost* sehingga menyebabkan manajer akan lebih berhati-hati dalam menggunakan utang untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dan risiko kebangkrutan perusahaan.

Puteri dan Natsir (2006) menyatakan dividen mempengaruhi utang dengan hubungan yang positif. Perusahaan yang membagikan dividennya dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui utang untuk membiayai investasinya. Hasil penelitian ini menunjukkan hubungan positif antara kebijakan dividen dan kebijakan utang yang mengindikasikan bahwa banyak perusahaan di Indonesia yang menggunakan dananya untuk melakukan pembayaran dividen demi menarik investor padahal seharusnya untuk membayar utang yang sebenarnya masih harus dilunasi.

Berbagai penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang telah banyak dihasilkan, adapun arah dan acuan yang penulis gunakan adalah penelitian berikut:

---

No	Peneliti dan Tahun	Judul Penelitian	Alat Analisis	Hasil
1	Huson Joher <i>et al.</i> (2002)	<i>The Impact of Ownership Structure On</i>	Persamaan Regresi	Kebijakan Utang

---

		<i>Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence from Kuala Lumpur Stock Exchange</i>	<i>Simultan Two Stage Least Square</i>	dipengaruhi secara signifikan oleh <i>Ownership Structure</i>
2	Imanda Firmantyas Putri & Mohammad Nasir pada SNA IX (2006)	Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan	Persamaan <i>Two Stage Least Square</i> dan menggunakan Uji <i>Hausman</i>	Pengaruh kebijakan deviden terhadap kebijakan utang adalah berpengaruh positif
3	Tarjo dan Jogiyanto pada SNA VI (2003)	Analisa <i>Free Cash Flow</i> dan Kepemilikan Manajerial terhadap kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia	Model Persamaan Ordinary Least Square dan menggunakan uji <i>Chow</i>	<i>free cash flow</i> mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang
4	Fitri Ismiyanti & Mamduh M. Hanafi pada SNA VI (2003)	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan	Model Regresi <i>Simultan Three Stage Least Square</i>	Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang

Melalui penelitian ini penulis akan menguji pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan kebijakan dividen terhadap kebijakan utang perusahaan. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya antara lain: Puteri dan Natsir (2006) menguji secara simultan struktur kepemilikan, kebijakan utang,

resiko dan kebijakan dividen, sedangkan penelitian ini berfokus pada beberapa faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Penelitian Huson Joher *et al.* (2002) menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang secara simultan. Perbedaan dengan penelitian ini adalah terletak pada lokasi penelitian yaitu Joher *et al.* di Malaysia sedangkan penelitian ini menggunakan data perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menguji struktur kepemilikan institusional dan kebijakan dividen terhadap kebijakan utang perusahaan dan tidak melakukan pengujian terhadap nilai perusahaan. Selain itu, penelitian ini memasukan variabel *free cash flow* ( arus kas bebas) mengacu pada penelitian Tarjo dan Jogiyanto (2003).

Berdasar pada latar belakang di atas maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, *FREE CASH FLOW* DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN”**

## **B. Perumusan Masalah**

1. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan?
2. Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan?



3. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan?

### **C. Tujuan Penelitian**

1. Memberikan bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang perusahaan
2. Memberikan bukti empiris mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang perusahaan
3. Memberikan bukti empiris mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang perusahaan

### **D. Manfaat Penelitian**

1. Bagi Praktisi

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran kepada pemegang saham mengenai beberapa faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

2. Bagi Akademisi

Hasil ini diharapkan dapat menambah referensi akuntansi berkaitan dengan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan.

### **E. Sistematika Penulisan**

BAB I : Pendahuluan

Bab pertama merupakan pendahuluan yang menguraikan latar belakang masalah penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan diakhiri dengan sistematika penulisan.

**BAB II : Tinjauan Pustaka**

Bab ini berisi literatur yang relevan mengenai kebijakan utang, kepemilikan institusional, *free cash flow* dan kebijakan dividen serta dilanjutkan dengan penulisan perumusan hipotesis dan kerangka teoritis penulisan.

**BAB III : Metode Penelitian**

Bab ini menjelaskan tentang metodologi penelitian yang mencakup sampel, populasi, teknik pengumpulan data, definisi operasional variabel dan metoda analisis data.

**BAB IV : Analisis dan Hasil Penelitian**

Bab ini berisi analisis data dan hasil penelitian, analisis penelitian yang membahas hasil pengumpulan, pengolahan data, pengujian asumsi klasik, pengujian hipotesis dan penjelasan untuk menyusun kesimpulan.

**BAB V : Penutup**

Bab ini merupakan bagian terakhir dari laporan penelitian 1g berisi tentang kesimpulan, keterbatasan penulisan dan saran.

**BAB II**

**TINJAUAN PUSTAKA**

## A. Utang

Menurut Standar Akuntansi Keuangan (SAK, 2002) Utang (*liabilities*) merupakan kewajiban perusahaan masa kini yang timbul dari akibat peristiwa masa lalu. Penyelesaian utang diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi.

## B. Kebijakan Utang

Wahyudi dan Pawestri (2006) mengemukakan bahwa dalam jangka panjang, tujuan perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga pasar saham perusahaan. Penyatuan kepentingan pemegang saham, *debtholders*, dan manajemen yang merupakan pihak-pihak yang berkepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (*agency problem*). *Agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional).

Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan pemegang saham, *debtholders* dan manajemen adalah pihak-pihak yang mempunyai kepentingan masing-masing dalam perusahaan. Penyatuan kepentingan pihak-pihak ini seringkali menimbulkan masalah-masalah yang dalam bidang keuangan dibahas melalui teori keagenan. Pemegang saham menginginkan imbal hasil yang sesuai dengan risiko yang ditanggungnya terkait juga dengan biaya yang ditanggungnya. Pihak *debtholders* atau *bondholders* menginginkan dana yang dipinjamkannya mendapat imbal hasil yang sesuai dengan kesepakatan, risiko serta pengembalian yang tepat waktu. Manajemen juga

berkepentingan untuk memperoleh imbalan yang sesuai dengan kemampuan yang sudah dikeluarkannya. Manajemen diharapkan dapat mengambil kebijakan perusahaan terutama yang berhubungan dengan kebijakan keuangan yang menguntungkan pemegang saham dan *debtholders*. Bila keputusan manajemen merugikan bagi pemegang saham dan *debtholders* maka akan terjadi yang disebut masalah keagenan.

Jensen (1986) mengungkapkan bahwa masalah keagenan terjadi berkaitan dengan masalah sumber pendanaan perusahaan yaitu menggunakan *free cash flow* yang ada atau menggunakan utang. Menurut Marlina (2008), keputusan pendanaan perusahaan merupakan keputusan yang berhubungan dengan bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan (*internal financing*) dan dari luar perusahaan (*external financing*). Modal internal berasal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal dapat bersumber dari modal sendiri dan melalui utang.

Brigham *et al.* (1998) mengemukakan bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Keuntungannya antara lain: biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya utang efektif menjadi lebih rendah, kreditur hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan serta *bondholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil. Sedangkan kelemahannya adalah utang yang semakin tinggi meningkatkan risiko dan bila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan

tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang. Pada kondisi ekstrim, kerugian tersebut dapat membahayakan perusahaan karena dapat terancam kebangkrutan.

Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Pemegang saham menginginkan agar pendanaan tersebut dibiayai dengan utang karena dengan penggunaan utang, hak pemegang saham terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Akan tetapi, pihak manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa utang mengandung risiko yang tinggi.

Tarjo dan Jogiyanto (2003) mengemukakan bahwa terkait dengan konflik keagenan atas *free cash flow*, utang merupakan salah satu fungsi kontrol yang positif. Utang dapat merupakan suatu substitusi yang efektif untuk dividen. Dengan pengeluaran utang sebagai pertukaran dengan saham, para manajer adalah mengikat janjinya untuk mengeluarkan arus kas di masa depan dengan cara yang tidak bisa terpenuhi oleh peningkatan dividen secara sederhana. Jadi, utang dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow* dengan pengurangan arus kas yang tersedia dengan membelanjakan sesuai keinginan para manajer. Pengaruh kontrol ini pada utang adalah suatu faktor penentu yang potensial pada *capital structure* (Jensen, 1986).

Zhang (2006) berpendapat fungsi kontrol utang menjadi lebih penting bagi perusahaan yang menghasilkan *cash flow* besar tetapi mempunyai prospek pertumbuhan yang rendah, sehingga perusahaan yang menghasilkan *cash flow* besar dengan prospek pertumbuhan yang rendah akan menggunakan utang untuk biaya

pengawasan terhadap manajemen. Penggunaan utang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan.

### **C. Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Utang**

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting didalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan *equity* tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh *manager* dan *institusional* (Jensen, 1986). Menurut Johar *et al* (2006), kepemilikan institusional berarti kepemilikan saham oleh pihak institusi atau lembaga lain.

Lebih lanjut Johar *et al.* (2006) menjelaskan bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu alat yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict*. Dengan kata lain, semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin kuat tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan semakin berkurang dan nilai perusahaan juga dapat semakin meningkat. Selain itu, dengan semakin kuatnya tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal tersebut maka diharapkan tingkat pengendalian internal perusahaan juga semakin baik.

Rachmawati dan Triatmoko (2007) menyatakan bahwa dalam hubungannya dengan fungsi monitor, investor institusional diyakini memiliki kemampuan untuk memonitor tindakan manajemen lebih baik dibandingkan investor individual. Ada dua perbedaan pendapat mengenai investor institusional. Pendapat pertama didasarkan pada pandangan bahwa investor institusional adalah pemilik sementara (*transfer owner*) sehingga hanya terfokus pada laba sekarang (*current earnings*). Perubahan

pada laba sekarang dapat mempengaruhi keputusan investor institusional. Jika perubahan ini dirasakan tidak menguntungkan oleh investor, maka investor dapat melikuidasi sahamnya. Investor institusional biasanya memiliki saham dengan jumlah besar, sehingga jika mereka melikuidasi sahamnya akan mempengaruhi nilai saham keseluruhan. Pendapat kedua memandang investor institusional sebagai investor yang berpengalaman (*sophisticated*). Menurut pendapat ini, investor lebih fokus pada laba masa datang (*future earnings*) yang lebih besar relatif dari laba sekarang. Lebih lanjut Rachmawati dan Triatmoko (2007) menyebutkan bahwa investor institusional akan melakukan monitoring secara efektif dan tidak akan mudah diperdaya dengan tindakan manipulasi yang dilakukan manajer.

Kepemilikan institusional diharapkan dapat membantu mengurangi biaya keagenan atas *free cash flow* dan menjadi pengganti dari utang jika kepemilikan institusi dapat memonitor aktivitas manajemen. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi *agency cost* pada perusahaan. Adanya kontrol ini membuat manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dan kebangkrutan perusahaan (Jensen, 1986).

Ismiyanti dan Hanafi (2003) berpendapat pemegang saham akan melakukan pengawasan (*monitoring*) terhadap manajemen namun bila biaya monitoring tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* dan atau

*bondholders*) untuk membantu melakukan *monitoring*. *Debtholders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Biasanya *monitoring* yang dilakukan *debtholders* melalui mekanisme *debt covenant*. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan, serta penggunaan utang oleh manajer. Adanya kontrol ini akan menyebabkan manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadi kesulitan keuangan dan risiko kebangkrutan.

Berdasar pada telaah literatur di atas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

**H<sub>1</sub> : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan**

#### **D. Free Cash Flow dan Kebijakan Utang**

*Free cash flow* oleh Jensen (1986) diartikan sebagai *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. *Cash flow* ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau equity. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar utang, membeli kembali saham, membayar dividen atau menahannya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan.



*Free cash flow* memudahkan perusahaan untuk mengukur pertumbuhan bisnis dan pembayaran kepada *shareholders*.

Zhang (2006) mengungkapkan bahwa *free cash flow* berhubungan dengan masalah agensi. Konflik kepentingan antara shareholder dan manajer terjadi terutama bagi perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* secara substansial. Permasalahannya adalah tentang bagaimana pengelolaan dari *free cash flow* tersebut. Menurut Jensen (1986) pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagikan sebagai dividen sehingga menambah kesejahteraan mereka. Di sisi lain, manajer lebih menginginkan dana ditahan sebagai persediaan dana internal perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai investasi. Jensen (1986) juga menyatakan bahwa manajer dapat meningkatkan kesejahteraan mereka dengan investasi pada perusahaan dengan *free cash flow* pada kesempatan investasi yang *unprofitable* daripada membayar dividen ke pemegang saham.

Manajer perusahaan menganggap pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumberdaya yang ada di bawah pengawasannya. Pengurangan sumberdaya yang ada dibawah pengawasannya menyebabkan berkurangnya kekuatan manajer (*manager power*). Selain itu, pembayaran dividen lebih memungkinkan peningkatan monitor pasar modal ketika perusahaan harus menghimpun modal baru untuk membiayai investasi (Jensen, 1986).

Wu (2004) berpendapat konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer pada perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* secara substansial biasanya menggunakan utang untuk mengurangi *agency cost* yang timbul akibat dari konflik tersebut. Penggunaan utang memungkinkan manajer untuk secara efektif

mengikat janji mereka untuk mengeluarkan arus kas di masa depan. Utang dapat merupakan suatu substitusi yang efektif untuk dividen. Sehingga utang dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow* dengan pengurangan arus kas yang tersedia dengan membelanjakan sesuai kebutuhan manajer perusahaan.

Berdasar pada telaah literatur di atas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

**H2 : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan**

#### **E. Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang**

Dividen merupakan bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Biasanya dividen dibagikan dengan interval waktu yang tetap, tetapi kadang-kadang diadakan pembagian dividen tambahan pada waktu yang bukan biasanya. Besarnya dividen biasanya berkisar antara nol sampai sebesar laba bersih tahun berjalan atau tahun lalu. Baik waktu maupun besarnya dividen yang dibagikan ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Menurut Kieso (2001), jenis-jenis dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dibedakan dalam beberapa bentuk, yaitu seperti berikut ini.

##### **a. Dividen Tunai (*Cash Dividend*)**

Dividen tunai merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk kas. Hal utama yang perlu diperhatikan oleh manajemen sebelum membuat pengumuman adanya pembagian dividen tunai adalah apakah jumlah uang kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen tersebut. Keputusan dalam pembagian dividen tunai ditentukan dalam RUPS.

b. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Jika manajemen ingin mengkapitalisasi sebagian dari laba dan menahan laba dalam perusahaan atas dasar permanen, maka perusahaan dapat menerbitkan dividen saham. Dividen saham adalah pembayaran tambahan saham (dividen dalam bentuk saham) kepada pemegang saham.

c. Dividen Non Kas (*Property Dividend*)

Dividen non kas dapat berupa surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan seperti barang dagang, *real estate*, atau investasi, atau bentuk lainnya yang dirancang oleh dewan direksi.

d. Dividen dengan Utang Wesel (*Scrip Dividend*)

Dividen utang wesel timbul apabila perusahaan tidak membayar dividen sekarang dikarenakan saldo kas yang ada tidak mencukupi sehingga pimpinan akan mengeluarkan *scrip dividend*, yaitu janji tertulis untuk membayar jumlah tertentu di waktu yang akan datang.

e. Dividen Likuidasi (*Liquidation Dividend*)

Dividen likuidasi adalah dividen yang sebagian merupakan pengembalian dari investasi pemegang saham. Apabila perusahaan membagi dividen likuidasi, maka para pemegang saham harus diberitahu mengenai berapa jumlah pembagian laba dan berapa yang merupakan pengembalian modal, sehingga para pemegang saham bisa mengurangi investasinya.

Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, yang mana pada dasarnya laba tersebut bisa dibagikan sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan. Pendapat lainnya

mengatakan bahwa, kebijakan dividen menentukan penempatan laba, yaitu antara membayar kepada para pemegang saham dan menginvestasikannya dalam perusahaan, dengan kata lain dividen merupakan arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham (Weston, 1997).

Wahyudi dan Pawestri (2006) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi dimasa yang akan datang yang dibiayai dari sumber internal. Sebaliknya jika pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi, maka menimbulkan perbedaan kepentingan, sehingga diperlukan peningkatan dividen.

Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa dividen yang tinggi merupakan sinyal akan meningkatnya profitabilitas perusahaan di masa depan. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi dimasa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. Selain itu dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan utang untuk membiayai investasinya untuk menjaga struktur modalnya. Dividen memiliki hubungan positif dengan kebijakan utang. Penjelasan teori keagenan dalam hubungan dividen dengan utang melalui *free cash flow hypothesis (contracting model of dividend)* yang memprediksikan bahwa dividen mempengaruhi utang dengan hubungan yang positif.

Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui utang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan utang secara searah. Kas internal perusahaan

digunakan untuk membayar dividen sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui utang yang dapat digunakan untuk membiayai proyek atau tender yang diperoleh perusahaan di masa mendatang setelah adanya pembayaran dividen.

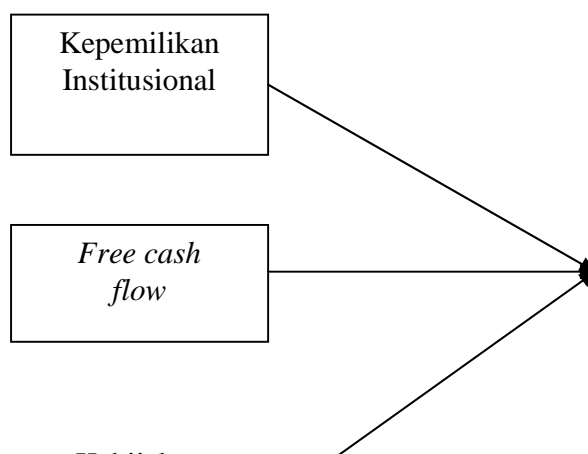
Berdasar pada telaah literatur di atas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

**H3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan**

## F. Kerangka Teoritis

Kerangka teoritis membantu menjelaskan hubungan antar variabel independen terhadap variabel dependen, yaitu kepemilikan institusional, *free cash flow* dan kebijakan deviden terhadap kebijakan utang. Berdasar pada telaah literatur yang tertulis di atas, maka kerangka pemikiran yang dikembangkan dalam penelitian ini secara ringkas digambarkan sebagai berikut:

Gambar II.1  
Kerangka Berpikir



Kebijakan Utang
--------------------

Variabel Independen : Kepemilikan Institusional, *Free cash flow* dan Kebijakan Dividen

Variabel Dependen: *Kebijakan Utang*

### **BAB III**

#### **METODE PENELITIAN**

##### **A. Jenis Penelitian**

Penelitian ini termasuk dalam pengujian hipotesis. Melalui penelitian ini penulis akan mencoba memberikan bukti mengenai pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan kebijakan dividen terhadap kebijakan utang perusahaan.

##### **B. Populasi**

Populasi menunjuk pada sekelompok orang, kejadian atau segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu (Sekaran, 2000). Populasi yang akan diteliti pada

penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jenis perusahaan manufaktur dipilih karena memiliki jumlah populasi data yang lebih besar apabila dibandingkan dengan perusahaan lain.

### **C. Sampel**

Sampel merupakan bagian dari populasi terdiri dari beberapa anggota yang dipilih dari populasi (Sekaran, 2000). Dari seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ pada tahun 2004-2007, diambil sampel sebesar 140 perusahaan.

22

### **D. Teknik Pengumpulan Sampel**

Pengambilan sampel diambil dengan metode *purposive sampling*, yaitu sampel yang diambil adalah sampel yang memiliki kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriteria tersebut :

1. Perusahaan manufaktur
2. Tidak *de-listing* selama tahun 2004-2007
3. Membayar dividen
4. Menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah
5. Menerbitkan laporan keuangan dengan tanggal 31 Desember

### **E. Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya**

#### **1. Variabel Independen**

Variabel independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, *free cash flow* dan kebijakan dividen.

a. Kepemilikan institusional menunjukkan jumlah persentase kepemilikan saham perusahaan oleh institusi lain di luar perusahaan. Kepemilikan institusional diproksikan dengan presentase kepemilikan saham oleh institusi lain. Proksi ini diambil dengan mengacu pada penelitian Huson Joher *et al.* (2002).

b. *Free Cash Flow*

Penman (2007) mendefinisikan bahwa *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. *Free cash flow* dinotasikan dengan rumus :

$$FCF = CFO - CFI$$

Keterangan :

FCF = *free cash flow*

CFO = arus kas operasi

CFI = arus kas investasi

c. Kebijakan dividen

Kebijakan dividen menunjukkan jumlah dividen yang dibayarkan perusahaan. Kebijakan dividen dalam penelitian ini diproksikan dengan *dividend payout ratio* mengacu pada penelitian Lestari (2004). *Dividend payout ratio* merupakan rasio yang menunjukkan jumlah dividen yang dibayar per lembar saham dibandingkan dengan jumlah laba per lembar saham perusahaan. *Dividend payout ratio* di notasikan dengan rumus :



$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

## 2. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan utang perusahaan. *Debt ratio* merupakan proksi dari kebijakan utang perusahaan. *Debt ratio* merupakan rasio yang membandingkan antara jumlah utang perusahaan dengan modal sendiri (ekuitas). Mengacu pada Joher *et al.* (2006) *debt ratio* dalam penelitian ini dinotasikan dengan rumus :

$$\text{DEBT} = \frac{\text{total utang}}{\text{total ekuitas}}$$

## F. Analisis Data

### 1. Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran tentang distribusi data dalam penelitian ini. Statistik deskriptif meliputi *mean*, *minimum*, *maximum* serta standar deviasi yang bertujuan mengetahui distribusi data yang menjadi sampel penelitian.

### 2. Uji Normalitas Data

Menurut Ghozali (2005), Uji Normalitas Data dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah sampel yang diambil telah memenuhi kriteria sebaran atau distribusi normal. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov*. Sebuah variabel dikatakan terdistribusi dengan normal apabila hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi diatas 5%

(0.05) Apabila data tidak terdistribusi dengan normal, maka data dapat dinormalkan dengan cara melakukan transformasi data.

### 3. Uji Asumsi Klasik

#### a. Uji Multikolinieritas

Ghozali (2005) menyatakan multikolinieritas adalah situasi adanya korelasi antara variabel independen. Uji multikolinieritas dilakukan dengan meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antara variabel independen dengan menggunakan *Tolerance Value* dan *Variances Inflating Factor* (VIF). *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Apabila nilai *Tolerance* di atas 0,10 dan VIF dibawah 10 menunjukkan tidak terjadi multikolinieritas.

#### b. Uji Autokorelasi

Ghozali (2005) menyatakan bahwa uji autokorelasi adalah sebuah pengujian yang bertujuan untuk menguji apakah di dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu pada periode  $t-1$ . Jika terjadi korelasi maka dinamakan *problem* autokorelasi.

Autokorelasi terjadi karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Autokorelasi diuji dengan menggunakan Durbin-Watson. Kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut:

- 1.) Jika  $0 < d < d_1$ , maka terjadi autokorelasi positif
- 2.) Jika  $d_1 < d < d_u$ , maka tidak ada kepastian apakah terjadi autokorelasi atau tidak (ragu-ragu)
- 3.) Jika  $4-d_1 < d < 4$ , maka terjadi autokorelasi negatif
- 4.) Jika  $4-d_u < d < 4-d_1$ , maka tidak ada kepastian apakah terjadi autokorelasi atau tidak (ragu-ragu)
- 5.) Jika  $d_u < d < 4-d_u$ , maka tidak terjadi autokorelasi baik positif atau negatif.

c. Uji Heteroskedastisitas

Ghozali (2005) menyatakan bahwa uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak heteroskedastisitas.

Heteroskedastisitas dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan uji Scatterplot. Ada atau tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada atau tidaknya pola tertentu pada grafik Scatterplot antara SRESID dan ZPRED di mana sumbu Y adalah Y yang diprediksi dan sumbu X adalah residual. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Jika tidak ada pola yang telah dan titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

#### 4. Uji Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan regresi linier berganda dengan persamaan regresi :

$$\text{DEB} = \alpha + \beta_1 \text{INST} + \beta_2 \text{FCF} + \beta_3 \text{DIV} + e$$

Keterangan :

DEB = rasio utang perusahaan

INST = kepemilikan institusional

FCF = *free cash flow*

DIV = kebijakan dividen

$\beta_1 - \beta_3$  = Koefisien Regresi

$\alpha$  = Konstanta

e = eror

##### (a) Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi adalah nilai yang menunjukkan seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependennya. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) dilihat pada hasil pengujian regresi linier berganda untuk variabel independen kepemilikan manajerial terhadap variabel dependen konservatisme akuntansi. Koefisien determinasi yang dilihat adalah nilai dari adjusted  $R^2$ .

##### (b) Nilai F

Nilai F merupakan alat yang digunakan untuk menguji apakah variabel independen berpengaruh secara bersama-sama atau simultan terhadap variabel dependennya. Nilai F dalam penelitian ini dihitung dengan tingkat signifikansi 5%.

(c) Nilai t

Merupakan pengujian yang dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Nilai t dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 5%. Variabel independen dikatakan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen apabila nilai sig (p-Value) dibawah 5%.

## **BAB IV**

### **ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

#### **A. Hasil Pengumpulan Data**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan kebijakan dividen terhadap kebijakan utang perusahaan. Berdasar kepada kriteria yang telah ditentukan pada bab sebelumnya, diperoleh sampel dengan rincian sebagai berikut :

Tabel IV. 1  
Hasil Pengambilan Sampel

<b>Kriteria Sampel</b>	<b>Jumlah</b>
Perusahaan Sampel tahun 2004	37
Perusahaan Sampel tahun 2005	40
Perusahaan Sampel tahun 2006	41
Perusahaan Sampel tahun 2007	22
Jumlah observasi selama tahun 2004-2007	140
Data Outlier	67
<b>Jumlah Sampel Setelah Outlier</b>	<b>73</b>

Sumber : Hasil Pengumpulan Data

Dari tabel di atas diketahui bahwa jumlah sampel dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2007 sebanyak 140 perusahaan. Penulis melakukan uji outlier dengan tujuan untuk menormalkan data. Hasil uji outlier dilakukan dengan pendekatan nilai Z. Data dengan nilai  $Z \pm 2.5$  dianggap outlier (Ghozali, 2005), sehingga harus dikeluarkan dari analisis.

## B. Statistik Deskriptif

30

Statistik deskriptif merupakan statistik umum penelitian yang digunakan untuk mengetahui persebaran data penelitian. Analisis statistik deskriptif meliputi jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata dan standar deviasi. Berikut ini statistik deskriptif dari masing-masing variabel penelitian :

Tabel IV.2  
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF	73	-551580.00	2485035.00	357913.8904	592554.79049
INST	73	.16	.98	.7151	.17996
DIV	73	.01	1.74	.4602	.38413
DEBT	73	.18	2.43	.7705	.48746
Valid N (listwise)	73				

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Keterangan :

FCF = *free cash flow*  
INST = kepemilikan institusional  
DIV = kebijakan dividen  
DEBT = kebijakan utang

Tabel di atas menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* memiliki nilai minimum sebesar -551.580 (dalam jutaan rupiah) dengan nilai maksimum 2.485.035. Nilai rata-rata *free cash flow* sebesar 357.913 dengan standar deviasi sebesar 592.554. Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai minimum sebesar 0,16 dengan nilai maksimum 0,98. Nilai rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0,71 dengan standar deviasi sebesar 0,17.

Variabel kebijakan dividen dalam penelitian ini menggunakan variabel *dividend payout ratio*. Kebijakan dividen memiliki nilai minimum sebesar 0,01 dengan nilai maksimum 1,74. Nilai rata-rata kebijakan dividen sebesar 0,46 dengan standar deviasi sebesar 0,38. Variabel kebijakan utang memiliki nilai minimum sebesar 0,18 dengan nilai maksimum 2,43. Nilai rata-rata kebijakan utang sebesar 0,77 dengan standar deviasi sebesar 0,48.

### C. Uji Normalitas Data

Uji Normalitas bertujuan mengetahui apakah data yang digunakan dalam penelitian telah terdistribusi dengan normal. Ghozali (2005) menjelaskan bahwa data terdistribusi dengan normal jika residual terdistribusi dengan normal, yaitu hasil pengujian dengan *One-Sample Kolmogorov Smirnov test* memberikan hasil signifikansi diatas 0,05. Hasil uji normalitas data tersaji pada tabel berikut ini.

Tabel IV.3

Uji Normalitas Data

		Unstandardize d Residual
N		73
Normal Parameters(a,b)	Mean	.0000000



	Std. Deviation	.41846457
	Absolute	.101
Most Extreme Differences	Positive	.101
	Negative	-.064
Kolmogorov-Smirnov Z		.866
Asymp. Sig. (2-tailed)		.442

Sumber : Hasil pengolahan Data

Hasil uji normalitas data dengan *One-Sample Kolmogorov Smirnov test* menunjukkan nilai signifikansi residual sebesar 0,442. Nilai tersebut berada di atas 0,05 sehingga penulis menyimpulkan bahwa data dalam penelitian ini telah terdistribusi dengan normal.

#### D. Analisis Data

##### 1. Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas merupakan pengujian yang digunakan untuk mengetahui korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik mengharapkan korelasi yang tinggi terhadap variabel dependen bukan sesama variabel independen. Keberadaan multikolinieritas di deteksi dengan *Variances Inflating Factor* (VIF) dan *Tolerance* (Ghozali, 2005). Hasil uji multikolinieritas tersaji pada tabel berikut ini :

Tabel IV.4  
Uji Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
FCF	0,853	1,172	Tidak terdapat multikolinieritas
INST	0,990	1,010	Tidak terdapat multikolinieritas
DIV	0,848	1,180	Tidak terdapat multikolinieritas

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil uji VIF dan Tolerance menunjukkan bahwa semua variabel dalam penelitian ini menunjukkan bahwa semua nilai *tolerance* di atas 0.10 (10%) dan semua nilai VIF dibawah 10. Berdasar hasil pengujian tersebut maka penulis menyimpulkan bahwa dalam model regresi tidak terjadi multikolinieritas.

## 2. Uji Autokorelasi

Autokorelasi dalam penelitian ini dideteksi dengan menggunakan uji Durbin Watson yaitu dengan membandingkan nilai Durbin Watson hitung ( $d$ ) dengan nilai Durbin Watson tabel yaitu batas lebih tinggi (*upper bond* atau  $d_u$ ) dan batas lebih rendah (*lower bond* atau  $d_l$ ). Cara lain untuk mendeteksi autokorelasi adalah menggunakan kriteria yang diungkapkan Santoso (2000) yang mengatakan bila nilai DW hitung mendekati +2 maka dalam model regresi tidak terjadi autokorelasi. Hasil uji autokorelasi dengan Durbin Watson dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel IV.5  
Uji Autokorelasi

D-W Hitung	Kriteria	Keterangan
1,962	Mendekati + 2	Tidak terdapat autokorelasi

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil uji autokorelasi dengan menggunakan uji Durbin Watson menunjukkan nilai DW hitung sebesar 1,962. Hasil tersebut mendekati nilai +2 sehingga penulis mengambil kesimpulan bahwa dalam model regresi tidak terjadi autokorelasi.

## 3. Uji Heteroskedastisitas

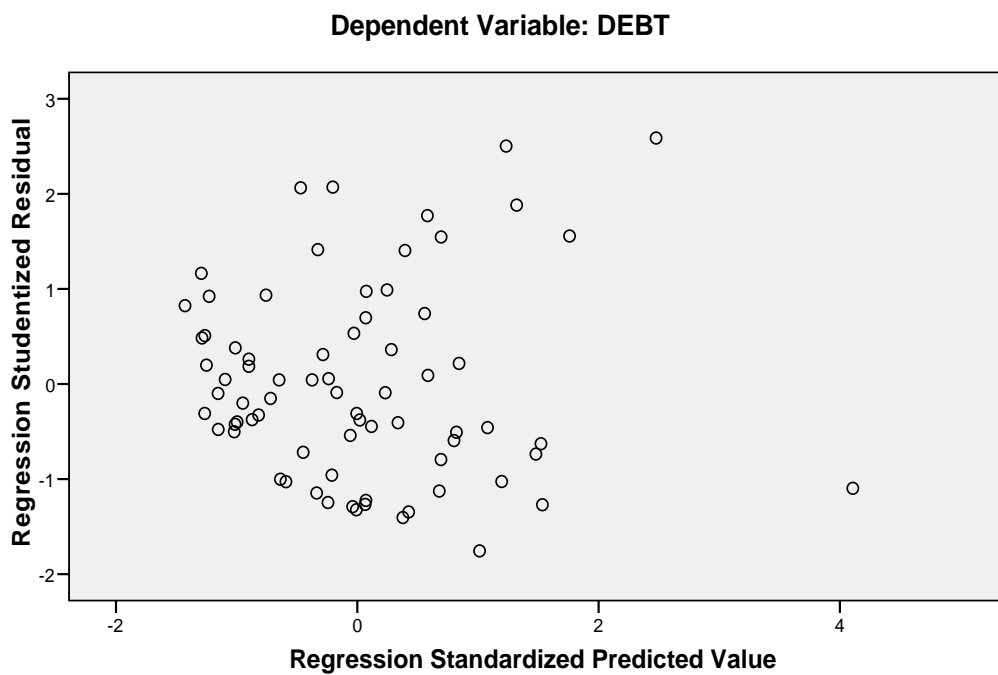
Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah variabel yang digunakan dalam penelitian ini merupakan variabel yang benar-benar mempengaruhi

kebijakan utang. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini diuji dengan Scaterplots (Ghozali, 2005). Hasil uji heteroskedastisitas persamaan regresi disajikan pada gambar berikut ini.

Gambar IV.1

Uji Heteroskedastisitas

### Scatterplot



Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa titik-titik tersebar di atas dan dibawah angka nol sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas.

## E. Uji Hipotesis

### 1. Koefisien Determinasi (*Adjusted R<sup>2</sup>*)

Koefisien determinasi adalah pengujian yang digunakan untuk menguji besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil uji regresi menunjukkan nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,231 atau 23,1 %. Hal ini menunjukkan 23,1 % kebijakan utang dipengaruhi oleh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan kebijakan dividen. Sedangkan 76,9% lainnya dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

### 2. Nilai F

Nilai F merupakan pengujian yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh secara simultan variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil nilai F dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel IV.6  
Nilai F Regresi

Nilai F Hitung	P-Value	Keterangan
8,209	0,000	Signifikan

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil pengujian terhadap nilai F regresi diperoleh nilai F sebesar 8,209 dengan signifikansi sebesar 0,000. Nilai F memberikan hasil yang signifikan. Sehingga dapat

kita simpulkan bahwa kepemilikan institusional, *free cash flow* dan kebijakan dividen berpengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap kebijakan utang.

### 3. Nilai t

Nilai t digunakan untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel penelitian terhadap kebijakan utang. Hasil nilai t dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel IV.7  
Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Koefisien Regresi	t-hitung	P-Value
Konstanta	1,231	5,810	0,000
FCF	5.42E-008	0,589	0,558
INST	-0,969	-3,443	0,001**
DIV	0,463	3,251	0,002**

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Keterangan :

\*\* signifikan 1%

Hipotesis ke-1 bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil nilai t regresi menunjukkan koefisien regresi sebesar -0,969 dengan *p-value* sebesar 0,001. Pengujian memberikan hasil yang signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hipotesis ke-1 di terima. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Huson Joher *et al.*(2006) yang menemukan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan

dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan, serta penggunaan utang oleh manajer.

Hipotesis ke-2 bertujuan untuk menguji pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil nilai t regresi menunjukkan koefisien regresi sebesar 5.42E-008 dengan *p-value* sebesar 0,558. Pengujian memberikan hasil yang positif namun tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Hipotesis ke-2 di tolak. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Jensen (1986) yang menemukan bahwa pemegang saham mengharapkan *free cash flow* dibagikan sebagai dividen sehingga menambah kesejahteraan pemegang saham. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang perusahaan adalah positif. Penelitian ini mendukung penelitian Tarjo dan Jogiyanto (2003) yang menemukan pengaruh positif antara *free cash flow* dan kebijakan utang, namun penelitian ini memberikan hasil yang tidak signifikan. Penulis menduga hal ini disebabkan karena perbedaan periode dan sampel penelitian serta model penelitian yang tidak membedakan perusahaan IOS (*investment opportunity set*) tinggi dan IOS rendah seperti pada model penelitian Tarjo dan Jogiyanto (2003).

Hipotesis ke-3 bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil nilai t regresi menunjukkan koefisien regresi sebesar 0,463 dengan *p-value* sebesar 0,002. Pengujian memberikan hasil yang signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hipotesis ke-3 di dukung. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa

hubungan antara kebijakan dividen dan utang adalah positif. Semakin besar dividen maka semakin kecil *free cash flow* perusahaan sehingga perusahaan membutuhkan tambahan sumber pendanaan melalui utang untuk membiayai investasi perusahaan, sehingga apabila jumlah dividen besar maka akan semakin besar pula utang perusahaan.

## **BAB V**

### **PENUTUP**

#### **A. Kesimpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan kebijakan dividen terhadap *debt ratio* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004-2007. Analisis data dalam penelitian ini menggunakan regresi linier berganda dengan *software SPSS 15.0 For Windows*. Berdasar kepada analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya maka penulis mengambil kesimpulan sebagai berikut.

1. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang (*debt ratio*) perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Huson Joher *et al.*(2006) yang juga menemukan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek di Malaysia.
2. *Free cash flow* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang (*debt ratio*) perusahaan. Hasil penelitian tidak mendukung hasil penelitian Jensen (1986) serta penelitian Tarjo dan Jogiyanto (2003).
3. Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang (*debt ratio*) perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003).



## **B. Implikasi Penelitian**

### **1. Bagi Investor**

Investor hendaknya mempertimbangkan arus kas bebas perusahaan ketika menghendaki pembagian dividen yang tinggi. Hal ini dikarenakan arus kas bebas yang kecil yang disebabkan pembayaran dividen yang besar, akan menyebabkan perusahaan kekurangan sumber pendanaan sehingga akan menimbulkan utang yang tinggi.

### **2. Bagi Manajemen**

Manajemen hendaknya mempertimbangkan aspek *free cash flow* dan kebijakan dividen dalam mengambil kebijakan utang perusahaan.

## **C. Keterbatasan**

1. Penelitian ini hanya dilakukan pada jenis perusahaan manufaktur sehingga tidak dapat digunakan sebagai dasar untuk melakukan generalisasi hasil.
2. Penelitian ini hanya mengambil sampel perusahaan yang membayar dividen sehingga tidak dapat mengetahui perilaku kebijakan utang pada perusahaan yang tidak membayar dividen.
3. Model penelitian dalam penelitian ini hanya menguji pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan kebijakan dividen perusahaan. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memasukkan variabel yaitu kepemilikan manajerial serta melakukan pengujian terpisah antara perusahaan dengan IOS tinggi dan IOS rendah mengacu pada hasil penelitian Tarjo dan Jogiyanto (2003).

#### **D. Saran**

1. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menguji variabel lain yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan seperti kepemilikan manajerial perusahaan, IOS dan likuiditas aset perusahaan.
2. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperpanjang perioda penelitian dan mengambil sampel lain di luar perusahaan manufaktur.

## DAFTAR PUSTAKA

- Amilia, Luci.S dan Sifa, Lailul.L. 2006. Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance Perseption Index Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. SNA IX : Ikatan Akuntan Indonesia.
- Bringham, Eugene; Louis C. Gapenski dan Philip R. Daves. 1998. *Intermediate Financial Management*. New Jersey-USA: Prentice-Hall.
- Christianti, Ari. 2006. Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta: Hipotesis Static Trade Off Atau Pecking Order Theory. SNA IX : Ikatan Akuntan Indonesia
- Dharmastuti, Ch.Fara, Stella.K, Eviyanti. 2003. Analisis Keterkaitan Secara Simultan Antara Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2000-2002. Available online at [www.google.co.id](http://www.google.co.id)
- Ghazali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Haruman, tendi. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan Dan Nilai Perusahaan Survey pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia. SNA XI : Ikatan Akuntan Indonesia.
- Ismiyanti, Fitri dan Hanafi, Mamduh.H. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang Dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. SNA VI : Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Jensen, Michael C. dan W.H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3. hal. 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review*, 76, 659-665.
- Joher, Huson, Moch.Ali and Naxrul. 2006. The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange. *International Business & Economics Research Journal*. Volume 5, Number 5
- Kieso, E. 2001. *Intermediate Accounting*. John Wilky and sons. Inc.

- Lestari, hollydia. 2004. Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, Risiko dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi. SNA 7 : Ikatan Akuntan Indonesia
- Marliana, Risma. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan, IOS, dan *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Pendanaan Perusahaan dalam Perspektif Keagenan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI Tahun 2004-2006)
- Putri, Imanda F dan Natsir, Mohamad. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan. SNA IX : Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Penman, Stephen.H. 2007. *Financial Statement anakysis and Security Valuation*. 3<sup>rd</sup> Edition. McGraw-Hill.
- Rahcmawati, Andri dan Hanung Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. SNA 10 : Ikatan Akuntan Indonesia
- Tarjo dan Jogiyo. 2003. Analisis Free cash flow dan kepemilikan manjerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan publik di Indonesia. SNA VI : Ikatan Akuntan Indonesia.
- Weston, J. F. 1997. *Essential of Managerial Finance*. 11<sup>st</sup> Edition. New York: The Dryden Press.
- Wahyudi dan Pawestri, Hartini.P. 2006. Implikasi struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. SNA IX : Ikatan Akuntan Indonesia.
- Wu, lingling. 2004. The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms With the agency cost of Free Cash Flow. Available on line at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Zhang, Yilei. 2006. Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow Agency Problem? Available on line at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)